

162

REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION EUROPE
FINANCES RÉGULATIONS N° 162
2^e TRIMESTRE 2026

ÉTHIQUE ET FINANCE

L'éthique « dans » la finance

L'éthique « de » la finance

• **Chronique d'histoire financière**

*Les enseignements de la première grande
libéralisation de l'histoire, 1844-1845 :
libérer l'industrie et la main-d'œuvre
de toute charge induite*

• **Finance et littérature**

*Diderot et Le Neveu de Rameau :
éloge de la complexité*

• **Articles divers**

*La Chine et le surendettement
de l'Afrique*

*D'un monde bipolaire à un renouveau
du multilatéralisme : des scénarios
d'ajustements difficiles, mais nécessaires*

ASSOCIATION EUROPE-FINANCES-RÉGULATIONS

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 3 août 2023 (J.O. du 22 août 2023)

Siège social : 58 rue de Lisbonne, 75008 Paris

MEMBRES

Membres : Accenture, Agence française de développement, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France - ACPR, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, BlackRock France, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, CCR, Citadél asset management, Citigroup, CNP Assurances, Covéa, Crédit mutuel alliance fédérale, Crédit mutuel Arkea, Direction générale du Trésor, Euroclear, Eurogroup Consulting, Euronext, Forvis Mazars, Gide Loyrette Nouel, HSBC, Kepler Cheuvreux, KPMG, La Banque Postale, LCH SA, Linklaters LLP, Moody's Ratings, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Onepoint, Paris Europlace, Promontory, PWC France, Santander, Scor, Société Générale, Sopra Steria Next, Transformation Factory, Viel & Cie.

MEMBRES ASSOCIÉS

Action Logement Services, Lipton Fit, Spitz Poulle Kannan, Square Management.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Présidente : Pervenche Berès

Conseiller spécial de la Présidente : Édouard-François de Lencquesaing

Personnalités qualifiées : Benoît Coeuré et Didier Valet

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France - ACPR, Paris Europlace

Membres administrateurs : Amundi, Axa, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, Covéa, Euronext, Forvis Mazars, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Société Générale

En qualité de censeur : Direction générale du Trésor

Délégués généraux de l'Association : Michel Cojean et Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Sylvie Miet

CONSEIL D'ORIENTATION DE LA REF

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : Emmanuel Moulin, *Gouverneur, Banque de France*

Marie-Anne Barbat-Layani, *Présidente, Autorité des marchés financiers*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Marie Brière, *Directrice générale, Institut Louis Bachelier*

Afif Chelbi, *Président, Comité des Risques, Banque internationale arabe de Tunisie*

Benoît Coeuré, *Président, Autorité de la concurrence*

Bertrand Dumont, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *ancien Directeur général, COMP-Commission européenne*

Elyès Jouini, *Professeur, Université Paris-Dauphine*

Hans-Helmut Kotz, *Senior Fellow, Leibniz Institute for Financial Research SAFE,*

Center for Financial Studies, Université de Harvard

Benoît de La Chapelle-Bizot, *Directeur des Affaires publiques, Groupe BPCE*

Fabrice Lengart, *Directeur général, Insee*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des normes comptables*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Odile Renaud-Basso, *Présidente, BERD*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Tarik Senhaji, *Président, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Olivier Sichel, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Élodie Trevillot, *Présidente, Finance Innovation*

Claire Waysand, *Senior Advisor, member of the EU institution team, Boston Consulting Group*

D'UN MONDE BIPOLAIRE À UN RENOUVEAU DU MULTILATÉRALISME : DES SCÉNARIOS D'AJUSTEMENTS DIFFICILES, MAIS NÉCESSAIRES

JACQUES MAZIER*
PASCAL PETIT**

211

Depuis deux décennies, la situation internationale est marquée par une dégradation progressive du droit international. Les mécanismes de régulation et les normes multilatérales issus des accords de Bretton Woods, longtemps présentés comme le socle de l'ordre mondial, semblent s'effriter face au retour en force des logiques de puissance. Dans ce contexte, le futur est souvent appréhendé à travers une grille de lecture opposant les États-Unis et la Chine. Cependant, cette représentation bipolaire ne suffit pas, à elle seule, à rendre compte de la complexité des dynamiques globales en cours. Il devient donc nécessaire d'explorer différents scénarios de recomposition de l'ordre international.

Dans une première partie, la situation internationale des principaux acteurs est examinée, afin de montrer comment l'on est passé d'un monde unipolaire dominé par la puissance américaine à un monde bipolaire structuré par la rivalité entre les États-Unis et la Chine. Face à ces deux pôles, l'Union européenne (UE) apparaît davantage comme un vaste espace économique ouvert que comme une puissance

* Professeur émérite des Universités, Université Sorbonne Paris Nord et Chaire Énergie et prospérité.
Contact : jacques_mazier@orange.fr

** Directeur de recherche CNRS émérite, Université Sorbonne Paris Nord.
Contact : petit.pascal@univ-paris13.fr

géopolitique pleinement constituée. Le « reste du monde », du Japon au Sud global, constitue, quant à lui, un ensemble hétérogène, tandis que s'observe un retour marqué du fait géopolitique, se traduisant par une succession de chocs systémiques. On analyse les conditions de maintien du duopole États-Unis/Chine à l'avenir, sans conflit ouvert, tandis que l'UE demeurerait relativement marginalisée, faute de parvenir à mettre en œuvre les réformes structurelles nécessaires.

Les parties suivantes esquissent plusieurs scénarios alternatifs. Le scénario S1 est caractérisé par un retour des démocrates au pouvoir aux États-Unis, une coexistence plus pacifiée avec la Chine et l'émergence de coalition de « puissances moyennes », notamment sur les enjeux environnementaux. Le scénario S2 est marqué, à l'inverse, par le maintien au pouvoir du courant « trumpien », un durcissement des relations avec la Chine, un renforcement des processus de régionalisation et une politique environnementale largement sacrifiée, rendant ce régime de croissance « non viable » à long terme.

Le scénario S3 est une réponse aux dérives des scénarios précédents : dans le cadre de relations États-Unis/Chine pacifiées, un multilatéralisme renouvelé permettrait la mise en œuvre de politiques plus ambitieuses en matière environnementale, contribuant ainsi à renforcer la « viabilité » du régime de croissance. Enfin, le scénario S4 renvoie à une configuration différente, dans laquelle l'éclatement d'une crise financière majeure aux États-Unis pourrait produire deux trajectoires contrastées : dans un premier cas, la Chine résisterait mieux et l'on observerait un décrochage relatif des États-Unis ; dans un second cas, la crise serait mondiale, ouvrant la voie à des reconfigurations profondes de l'ordre international et à l'émergence d'un multilatéralisme renouvelé.

212

LA FIN DE LA PARENTHÈSE OCCIDENTALE

L'Occident a entamé sa conquête progressive du monde à partir des grandes découvertes, au moment même où l'empereur de Chine coulait sa gigantesque flotte maritime pour mieux se protéger des invasions mongoles. Initialement impulsée par l'Espagne et le Portugal, la dynamique de conquête fut ensuite reprise par les Pays-Bas, le Royaume-Uni, puis la France et l'Allemagne, avant d'être finalement achevée par les États-Unis. Alors que, au XVIII^e siècle, la Chine et l'Occident pesaient encore d'un poids relativement comparable, la Chine a été humiliée à partir de la fin du XIX^e siècle. Par ailleurs, avec l'échec du modèle soviétique et l'effondrement de l'URSS, les États-Unis s'imposent, à partir de 1990, comme l'hyperpuissance au niveau mondial, adoptant une posture d'arrogance sans précédent.

Ainsi, George W. Bush déclarait, le 28 août 2000 : « Notre nation a été choisie par Dieu et désignée par l'Histoire pour être un modèle pour le monde. » Cela n'a duré qu'un temps (Védrine et Godelier, 2026). La crise de 2008 a montré les limites du capitalisme financiarisé et du modèle actionnarial. La Chine a réussi un rattrapage spectaculaire à partir des années 1980, en tirant profit de la vague de mondialisation. Combinant plan et concurrence, elle a transposé la stratégie des dragons asiatiques à un pays de plus d'un milliard de personnes. En 2016, le PIB chinois a dépassé celui des États-Unis en parité de pouvoir d'achat, marquant ainsi le retour de la Chine à une position qu'elle avait occupée jusqu'au XVIII^e siècle. L'arrivée de Xi Jinping au pouvoir a confirmé une inflexion majeure. L'idée, partagée par certains, d'une Chine ouverte et financiarisée qui rejoindrait progressivement l'ordre dominant, c'est-à-dire américain, a été abandonnée. La Chine construit un mode de développement capitaliste original et efficace, sous la main de fer du Parti communiste. Deux modèles s'affrontent.

Les États-Unis et la Chine se font face dans un monde bipolaire beaucoup plus interdépendant que celui de la guerre froide entre les États-Unis et l'URSS, chacun avec des forces et des faiblesses. Les États-Unis ont été au cœur de la crise économique de 2008, mais la reprise y a été plus rapide qu'ailleurs, portée par la finance et le numérique. Toutefois, de graves déséquilibres demeurent et de nombreux indicateurs sociaux sont préoccupants. De son côté, la Chine a échappé, en grande partie, à la crise de 2008 et a renoué avec la croissance, grâce à ses performances technologiques et à l'expansion de son réseau d'exportation, mais elle a échoué, de ce fait, à se recentrer sur son marché intérieur. Elle connaît, elle aussi, d'importants déséquilibres. Ainsi, l'économie mondiale n'est plus dominée par l'hyperpuissance américaine, comme dans les années 1990-2000, mais elle est devenue un monde bipolaire, très interdépendant et marqué par la confrontation entre les États-Unis et la Chine. Comment le reste du monde s'inscrit-il dans cette confrontation bipolaire ? Dans ce contexte, l'Europe n'apparaît ni comme un véritable pôle de puissance, ni comme une puissance commerciale. Elle constitue avant tout un vaste marché ouvert, largement régi par des mécanismes de concurrence. Accusant un retard dans les secteurs de haute technologie, elle souffre également de l'affaiblissement de sa base industrielle depuis la crise financière de 2008. Par ailleurs, les pays européens sont divisés, avec des intérêts opposés et des modèles sociaux différenciés, sans cadre institutionnel adapté pour gérer cette hétérogénéité malgré les réformes prises en catastrophe. Les pays émergents forment, eux aussi, un ensemble hétérogène. Souvent dépendants des États-Unis ou de la Chine, ils cherchent à en réduire le poids en essayant de faire bouger les lignes avec pragmatisme et, parfois, opportunisme.

Dans le même temps, le changement climatique et les dégâts environnementaux sont devenus des enjeux des plus centraux, comme en témoigne l'Accord de Paris de 2015. De plus, une succession de chocs a fait rentrer l'économie mondiale dans une ère nouvelle aux contours incertains. La crise de la Covid-19 a illustré la fragilité de l'économie mondiale et la grande dépendance vis-à-vis de certains produits essentiels. La guerre en Ukraine a été un choc géopolitique révélateur des dépendances multiples de l'Europe, en particulier au niveau de l'OTAN (Organisation du Traité de l'Atlantique Nord). La guerre au Moyen-Orient, impliquant Israël, la Palestine, l'Iran et les États-Unis, s'enlise sans issue. Le second mandat de Donald Trump marque, de fait, un tournant plus radical que le premier dans tout un ensemble de domaines : nouvelle sortie de l'Accord de Paris sur l'environnement, désengagement de tout un ensemble d'organisations internationales, relance de la guerre tarifaire à une échelle inégalée, revendications territoriales sans retenue au Groenland ou au Canada, prise de distance avec les pays européens, soutien aux *stablecoins* et aux cryptomonnaies, enlèvement du président vénézuélien, et guerre en Iran.

Pour l'avenir, les facteurs d'incertitude sont nombreux. La question clé concerne le devenir du duopole États-Unis/Chine qui est l'élément le plus structurant. Ce duopole peut évoluer et prendre différentes formes. Le scénario S1 est caractérisé par un retour des démocrates au pouvoir aux États-Unis et une cohabitation plus institutionnalisée avec la Chine. Le scénario S2 est marqué, au contraire, par le maintien au pouvoir du courant « trumpien », un durcissement des relations avec la Chine, un processus de régionalisation renforcé et une politique d'environnement en grande partie sacrifiée rendant ce régime de croissance « non viable » à long terme. Le scénario S3 est une réponse aux dérives des scénarios précédents où, dans le cadre de relations États-Unis/Chine pacifiées, un multilatéralisme renouvelé permettrait d'adopter des mesures plus favorables à l'environnement pouvant de redonner plus de « viabilité » au régime de croissance. Un dernier scénario S4 correspond à une tout autre perspective où l'éclatement d'une crise financière majeure aux États-Unis pourrait avoir deux issues contrastées. Dans un cas, la Chine résisterait mieux et l'on observerait un décrochage des États-Unis. Dans un autre cas, la crise serait mondiale et pourrait ouvrir à des reconfigurations en profondeur avec un multilatéralisme renouvelé.

SCÉNARIO S1 : COHABITATION ÉTATS-UNIS/CHINE ET PUISSANCES MOYENNES

Dans ce scénario, après une défaite du courant « trumpien », les États-Unis retournent à des formes de protectionnisme à la Biden (*Inflation Reduction Act*) pour répondre à la concurrence chinoise et

relancer une politique climatique active. Parallèlement, la coexistence entre les États-Unis et la Chine se structure davantage sur le plan institutionnel, grâce à des instruments qui ont commencé à être mis en place par Donald Trump, en mai 2026 : le *Board of trade* pour gérer le commerce bilatéral, et le *Board of investments* pour gérer les investissements croisés.

La Chine renforce ses positions dans l'intelligence artificielle (IA), le digital et les composants, tout en conservant ses positions dans les produits standards. Le quinzième plan quinquennal (2026-2030) est, de ce point de vue, très instructif (Grjebine et Torres, 2026). L'objectif est d'être dominant à la fois dans les industries traditionnelles et dans les industries de pointe : conforter le *leadership* industriel, réduire les dépendances technologiques encore existantes (équipements et logiciels critiques), et préparer les positions dominantes de demain (technologies quantiques, énergie de fusion, 6G). La transition écologique est vue comme un moteur du développement industriel et non comme un coût qui doit être assumé, comme cela est souvent le cas en Europe. L'autonomie financière est préservée en refusant une trop grande libéralisation des capitaux. La finance reste sous contrôle. La puissance productive et la souveraineté économique apparaissent comme des priorités. Le rééquilibrage vers le marché intérieur occupe une moindre place. Cependant, cette stratégie clairement définie n'est pas sans risque. Elle génère des excédents commerciaux croissants et des déséquilibres internationaux. Tout miser sur le productif en négligeant trop la demande perpétue les excédents de capacité. Un changement dans le rapport salarial pour le rendre plus favorable aux salaires, un rééquilibrage des revenus entre zones rurales et zones urbaines et une amélioration des services publics (éducation, santé) dans les zones rurales seraient nécessaires. Questions difficiles qui sont débattues, mais loin d'être tranchées (Yuan, 2026). Reste une dernière question qui est peu ou pas abordée dans ces analyses du plan chinois : celle du taux de change. Une réévaluation progressive du yuan devrait accompagner la poursuite de la montée en puissance de l'appareil productif chinois. Il s'agit d'un enjeu majeur.

215

Pour limiter la montée des tensions et le coût exorbitant des guerres, des compromis politiques sont passés autour de Taïwan et de l'Ukraine. Les coûts très élevés pour l'Ukraine sont en partie compensés par la perspective d'adhésion à l'UE. Les gains sont faibles pour la Russie qui doit gérer la sortie de l'état de guerre. Elle apparaît dans une situation de plus grande dépendance vis-à-vis de la Chine. La Corée du Sud et le Japon préservent leurs relations privilégiées avec les États-Unis, tout en s'inscrivant de plus en plus dans l'orbite chinoise. Malgré un compromis avec l'Iran, le Moyen-Orient demeure plus instable, du fait

de l'irréductibilité du conflit Israël/Palestine et du soutien dont continue de bénéficier Israël dans la communauté internationale. La Chine reste en retrait dans ce conflit.

L'UE reste marginalisée, prise en étau entre le rouleau compresseur chinois et l'IA américaine, sans progrès institutionnel majeur. La plupart des pays européens sont confrontés à des situations économiques dégradées et difficiles à résoudre. Ils sont divisés sur l'attitude à avoir face à la Chine et adoptent des stratégies propres dont globalement la Chine tire profit. Les quelques mesures envisagées au niveau européen sont lentes à mettre en place et de portée modeste. Malgré cet environnement peu favorable, le nouveau contexte international rend possible une politique climatique plus active au niveau européen. Mais, là encore, les difficultés sont grandes. L'UE multiplie les normes environnementales sans se donner les moyens de développer simultanément les capacités industrielles correspondantes. Le marché est censé suivre, ce qui n'est pas le cas. Les différences sont patentées avec la Chine et même avec les États-Unis sous l'Administration Biden. En outre, la priorité donnée à la transition climatique connaît, dans l'UE, des hauts et des bas au gré des alternances politiques. Cela n'est pas le cas en Chine, mais les États-Unis connaissent également des fluctuations liées aux changements de majorité politique.

216

Enfin, une cohabitation plus pacifiée entre les États-Unis et la Chine pourrait favoriser l'émergence de coalitions de « puissances moyennes » avec des pays comme le Canada, l'Australie ou le Brésil. Ces partenariats permettraient de renforcer la coopération dans les domaines de la transition environnementale et des technologies stratégiques (IA, énergies renouvelables, etc.), tout en réduisant la dépendance à l'égard des deux pôles dominants. Le Royaume-Uni serait associé d'une manière privilégiée avec l'UE.

Dans l'ensemble, ce scénario pourrait déboucher sur un régime de croissance plus « viable », car plus attentif à l'environnement. Toutefois, il demeurerait marqué par des déséquilibres internationaux liés, en grande partie, à la stratégie chinoise qui continue à se détourner de son marché intérieur. Pour contenir ces déséquilibres, la question du régime de change devrait être réintroduite explicitement.

SCÉNARIO S2 : GUERRE FROIDE ÉTATS-UNIS/CHINE

Le maintien au pouvoir du courant libertarien aux États-Unis conduirait à des évolutions fort différentes. La domination américaine à travers l'IA, le numérique, le spatial et le militaire se manifesterait avec plus de force et sans retenue dans le prolongement des années Trump. Les liens États-Unis/Amérique latine se renforceraient

tant au niveau politique qu'économique, avec le basculement de plus en plus marqué des différents pays latino-américains dans le camp néolibéral autoritaire, le Brésil étant le maillon le plus représentatif de ce basculement.

Les relations avec la Chine seraient plus conflictuelles, dans un contexte où elle conforterait également ses positions dans l'IA et le numérique, conformément aux orientations du plan quinquennal. Le repli des investissements américains en Chine (Tesla, Apple) pourrait s'accroître dans un contexte de découplage accru des deux blocs. En sens inverse, la Chine renforcerait ses liens avec le reste de l'Asie et de l'Afrique dans sa quête de matières premières et de débouchés. L'initiative OBOR (One Belt, One Road)¹ connaîtrait un nouveau rebond. Des pays comme l'Indonésie ou les Philippines seraient toutefois partagés entre effets géographiques et dépendance vis-à-vis des États-Unis. Les relations Inde-Chine connaîtraient une ouverture graduelle et maîtrisée, conformément aux intérêts des deux pays avec complémentarité et accélération de la croissance pour l'Inde, et recherche de débouchés pour la Chine. Mais cette relation ne serait pas sans heurts, la Chine redoutant l'émergence d'un puissant rival et l'Inde continuant à pratiquer une politique opportuniste. Au niveau régional, l'incertitude majeure se situerait toutefois au niveau de Taïwan. Au vu des expériences récentes d'interventions militaires en Ukraine ou en Iran qui devaient être brèves et se sont enlisées, il est peu vraisemblable que la Chine se lance dans une aventure militaire qui serait plus qu'incertaine. Ce serait plutôt les moyens de pression économiques et politiques qui seraient mobilisés pour parvenir à une réintégration de l'île dans le giron chinois.

217

Le cas de la Russie est plus complexe. Dans le climat de guerre froide États-Unis/Chine et de désengagement programmé des États-Unis de l'OTAN, la montée des tensions militaires est forte. La Russie a mobilisé sans grand succès une économie de guerre face à la résistance ukrainienne. Le péril russe n'en est pas moins souligné par de nombreux intervenants, parfois de manière apocalyptique. L'UE est sous pression. Du point de vue de la Chine, la guerre en Ukraine pouvait être acceptable, car elle contribuait indirectement à affaiblir le camp occidental. En revanche, une attaque visant des pays européens (les pays baltes, voire la Pologne) aurait des conséquences beaucoup plus dramatiques et ébranlerait plus en profondeur l'économie mondiale. Il est peu vraisemblable que la Chine, attachée à un certain sens des affaires, y souscrive. Cela limite les marges de manœuvre de la Russie qui est dans une situation d'alliance inégale avec la Chine.

L'UE est, quant à elle, soumise à une triple contrainte : celle des États-Unis avec leur protectionnisme et leur domination dans

la *high-tech* ; celle de la Chine, dont la puissance industrielle s'exerce avec une intensité accrue à mesure que le durcissement des relations avec les États-Unis entraîne un report accru des exportations chinoises vers l'UE ; enfin, celle de la menace russe qui pousse au réarmement. Les capacités de réponse de l'UE sont faibles, mais les pressions extérieures peuvent contribuer à faire bouger les lignes. En revanche, la transition climatique est la grande perdante dans ce scénario, du fait de l'exacerbation des conflits.

Au total, ce scénario se caractérise par de fortes tensions politiques internationales, une régionalisation plus marquée autour des deux pôles que constituent les États-Unis et la Chine, ainsi qu'un net recul des politiques environnementales. Il conduit à un régime « non viable » à long terme.

SCÉNARIO S3 : RENOUVEAU DU MULTILATÉRALISME DANS UN CADRE ÉTATS-UNIS/CHINE PACIFIÉ

Déjà confrontés aux chocs erratiques provoqués par les tensions entre les États-Unis et la Chine, nombre de pays aspirent à un certain rétablissement de la stabilité qu'offrait le droit international, au début du XXI^e siècle. D'autant plus que les transformations de l'environnement apparaissent de plus en plus importantes et complexes, soulignant tout l'intérêt de coopérations internationales. Les risques d'épidémies à l'échelle mondiale, comme l'a été celle de la Covid-19 et comme risque de l'être celle de l'Ébola, renforcent cette aspiration (The Conversation, 2026). L'augmentation de l'ampleur des risques climatiques liés aux variations imprévisibles de grands courants, comme El Niño ou le Gulf Stream, ainsi qu'aux fortes hausses des températures dans certaines régions, suscite de vives inquiétudes dans de nombreux pays. Dans certains cas, les systèmes d'assurance ne sont plus opérationnels, et nombre de pays en développement craignent une dégradation de la coopération internationale, en raison de la réduction des capacités d'intervention des agences des Nations unies. Cet esprit de Bandung (pour faire écho à la volonté de nombreux pays du tiers-monde, en 1955, de prendre part à la construction d'une coopération internationale plus inclusive) vient ici converger avec la volonté de « puissances moyennes » d'assurer leur propre capacité en matière de technologies de l'information. Celles-ci apparaissent, en effet, appelées à jouer un rôle central face aux défis contemporains, qu'il s'agisse de la lutte contre le dérèglement climatique, des risques de pollution ou des crises épidémiques. C'est à ce type d'alliances qu'a fait référence Mark Carney, Premier ministre du Canada, le 20 janvier 2026, lors du Forum économique international de Davos. C'est aussi ce besoin de souveraineté numérique qu'exprime la Commission européenne,

en ce début de juin 2026, en visant une autonomie accrue dans les domaines des semi-conducteurs, du stockage et du traitement des données liées à l'IA, ainsi que des logiciels en source ouverte (Malingre, 2026). Certes, les États-Unis et la Chine chercheront à s'opposer à ces politiques. Mais, d'une part, les entreprises américaines sont divisées et en concurrence, comme l'illustrent les nouvelles stratégies de Microsoft contre OpenAI, et, d'autre part, les entreprises chinoises pourraient être intéressées par certaines coopérations avec les acteurs européens en direction des pays du tiers-monde. Ces initiatives européennes devraient être soutenues par celles du Royaume-Uni, du Canada et du Japon. Ce nouveau multilatéralisme, naissant de cette conjonction entre des aspirations à une reconstruction d'un droit international et des possibilités de coopérations en matière de hautes technologies, serait peut-être le seul à même de permettre une régulation viable de l'économie mondiale.

SCÉNARIO S4 : CRISE FINANCIÈRE, DÉCROCHAGE AMÉRICAIN OU NOUVELLE CONFIGURATION

Un dernier scénario ne peut être écarté, enclenché par une crise financière majeure trouvant son origine d'abord aux États-Unis. Les facteurs pouvant être à l'origine de cette crise sont très nombreux (Lordon, 2026 ; The Economist, 2026). En premier lieu, les déséquilibres du *private credit* qui a accordé de grandes quantités de prêts et fait face à des demandes de retrait croissantes de la part de ses investisseurs. En second lieu, les investissements croisés réalisés par les différentes firmes de l'IA, pour des montants colossaux, qui les rendent très interdépendantes, alors même que les perspectives de rentabilité demeurent lointaines. À cela, s'ajoute la forte surévaluation des titres de la *high-tech*, facteur récurrent des crises financières, qui a amplifié l'envolée boursière née du *quantitative easing* et qui n'a toujours pas été apurée. Par ailleurs, les tensions sur les taux d'intérêt se sont accentuées sous l'effet de l'envolée de la dette publique américaine et d'une politique budgétaire laxiste. Enfin, le ralentissement de l'économie mondiale et la résurgence de l'inflation, consécutifs à la guerre en Iran, compliquent la conduite de la politique monétaire et renforcent les risques d'une crise qui serait amplifiée par un mécanisme classique de contraction du crédit. Cette crise se généraliserait à l'ensemble des pays industrialisés. Elle pourrait connaître deux issues contrastées.

Dans un cas, la Chine résisterait malgré les déséquilibres financiers qu'elle connaît, notamment en termes de dette privée. Avec une finance moins libéralisée, elle a encore des moyens d'intervention puissants, comme le souligne Lin (2025) qui plaide pour une politique monétaire et budgétaire active pour soutenir la croissance chinoise. Elle serait ainsi

en mesure de poursuivre son mode de développement propre, selon les lignes de son quinzième plan quinquennal qui conserverait son actualité, mais en se recentrant davantage sur son marché intérieur. Un décrochage apparaîtrait dès lors avec les États-Unis et les pays situés dans leur orbite qui ne parviendraient pas à sortir des avatars du capitalisme financiarisé. Dans le duopole États-Unis/Chine, celle-ci prendrait clairement l'avantage. Ce serait bien la « fin de la parenthèse occidentale ». La Chine continuerait à mener une politique de transition climatique confortant son avancée dans ce domaine. Mais le reste du monde, englué dans la gestion de la crise financière, serait moins attentif aux dégâts environnementaux et reverrait ses objectifs à la baisse.

Dans un autre cas, la crise serait globale et affecterait également la Chine où les déséquilibres seraient plus difficiles à contenir (capacités excédentaires, fort endettement des secteurs public et privé, crise du secteur immobilier). Elle ouvrirait la voie à une reconfiguration à l'échelle mondiale. D'abord, aux États-Unis et dans les pays industrialisés où la finance, qui a été au cœur des dérèglements depuis plus de trente ans, serait remise au pas. Les banques seraient recentrées sur leur mission première de financement de l'économie réelle, avec le rétablissement de mécanismes de crédit sélectif et d'un encadrement orientant les financements vers les secteurs jugés prioritaires. Cette évolution s'accompagnerait également du développement des monnaies numériques de banque centrale, ainsi que d'une réglementation renforcée des cryptomonnaies. Un retour vers une fiscalité plus redistributive, taxant les hauts revenus et les grandes fortunes, ainsi que les profits, serait engagé à l'échelle mondiale pour éviter les fuites de capitaux vers les paradis fiscaux des grands pays. Au niveau européen, le contexte de crise pourrait favoriser un saut qualitatif vers plus de fédéralisme fiscal, sinon à Vingt-Sept, du moins au niveau d'un noyau dur de pays volontaires. Des programmes en faveur de la transition climatique et des nouvelles technologies seraient mis en œuvre à ce niveau d'une manière coordonnée.

Un nouvel accord mondial pour lutter contre le changement climatique pourrait voir le jour dans le cadre d'un nouveau multilatéralisme, tel qu'il a été précédemment envisagé. De nouvelles formes de gouvernance mondiale pourraient être mises en place avec un rééquilibrage profond de la répartition du pouvoir au sein des organisations internationales, telles que les Nations unies (avec la question des sièges au sein du Conseil de sécurité), le FMI (Fonds monétaire international) et la Banque mondiale. Le système monétaire international pourrait être refondu par étapes avec une réforme du régime des DTS (droits de tirage spéciaux) pour élargir les possibilités de financement et, à terme, la mise en place d'une *International Clearing Union* reprenant et adaptant les idées du bancor à l'ère des monnaies électroniques.

NOTE

1. L'initiative OBOR, aujourd'hui plus souvent appelée BRI (*Belt and Road Initiative*), est un vaste programme lancé en 2013 par Xi Jinping, pour développer les infrastructures et les échanges commerciaux entre la Chine et le reste du monde.

BIBLIOGRAPHIE

- GRJEBINE T. et TORRES M. (2026), « Le 15^{ème} plan quinquennal chinois ; Pékin accélère et nous ? », Haut-Commissariat à la stratégie et au plan, *Point de vue*, 28 mai.
- LIN J. Y. (2025), « La Chine mise sur l'explosion de la bulle IA aux États-Unis. Comprendre le plan Yifu Lin », *Le Grand Continent*, 8 décembre.
- LORDON F. (2026), « La crise sclérote », *Le Monde diplomatique*, n° 866, mai.
- MALINGRE V. (2026), « L'Europe en quête de souveraineté numérique », *Le Monde*, 5 juin.
- THE CONVERSATION (2026), « Ebola, Hantavirus.... How Eroding Global Health Cooperation Could Threaten Worse Crisis Ahead », 1^{er} juin.
- THE ECONOMIST (2026), « How Worried Should You Be About Private Credit? », 1^{er} avril.
- VÉDRINE H. et GODELIER M. (2026), *Après l'Occident*, Perrin et Robert Laffont.
- YUAN Z. (2026), « À propos de l'ouvrage « L'économie chinoise : cycles et gouvernance ». Quel rôle pour la demande intérieure et la consommation des ménages dans la croissance future ? », Séminaire BRICS, INALCO-CREE, 3 juin.

R E V U E D'ECONOMIE FINANCIERE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet (†)

Hélène Ploix

**

Sylvain de Forges, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Esther Jeffers, *Directrice de la Rédaction*

Patrick Artus, *Conseiller économique, Ossiam*

Kheira Benhami, *Directrice de la division études, stratégie et risques, AMF*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Directeur des Études et analyse des risques, ACPR*

Pierre Bollon, *Membre, Comité économique et social européen*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*

Xavier Debrun, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS et Institut Jacques Delors-Notre Europe*

Isabelle Laudier, *Responsable, Institut pour la recherche, Groupe Caisse des Dépôts*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Matelly, *Économiste, Institut Jacques Delors-Notre Europe*

Sylvie Matherat, *Administratrice indépendante, Senior Global Adviser, Forvis Mazars*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Doyenne, École du management et de l'innovation, Sciences-Po*

Olivier Vigna, *Délégué général, Paris Europlace*

Soledad Zignago, *Économiste-chercheur senior, Direction générale des études et des relations internationales, Banque de France*

58 rue de Lisbonne – 75008 Paris

Site Internet : www.aefr.eu

Éthique et finance

Introduction

AUDE BURESI

CHRISTIAN WALTER

L'éthique « dans » la finance

L'État serait-il impuissant

face aux fraudes aux finances publiques ?

NICOLAS BAÏETTO

THOMAS FÈVRE

La finance solidaire et le rôle des acteurs
de la solidarité

PASCAL BRICE

HUGUES DENIELE

L'affectation sociale des biens immobiliers
confisqués

AURÉLIEN LÉTOCART

ARNAUD DE LAGUICHE

Dix ans de conventions judiciaires d'intérêt
public (CJIP) : avantages, inconvénients
et perspectives

CLAIRE CARBONARO

THOMAS CASSUTO

Responsabilité pénale et crise

des *subprimes* : retour sur un évitement

YVONNE MULLER

La finance non éthique

ROBERT KUTTNER

Réinsérer l'argent dans la réalité humaine

PIERRE DE LAUZUN

L'éthique « de » la finance

L'équité de l'assurance : débats épistémologiques
et enjeux sociaux

LAURENCE BARRY

Responsabilité épistémique, éthique
et modèles de la régulation

EMMANUEL PICAUVET

Retour au sens commun :
le court-termisme imposé
du calcul assurantiel

PIERRE FRANÇOIS

Éthique des vertus épistémiques

ERWAN LAMY

L'éthique dans les procédures :
une approche par la sociologie
de la finance

HORACIO ORTIZ

Quel est le rôle du Comité d'éthique
de la BCE ?

ERKKI LIIKANEN

L'éthique épistémique,
est-ce que ça existe ?

LISA WARENSKI

La passion du robot ou l'éthique
du travail automatique

DAVID BÉLANGER

LÉONORE BRASSARD

Chronique d'histoire financière

Les enseignements de la première grande
libéralisation de l'histoire, 1844-1845

VASKA ATTA-DARKUA

ROBERT F. BRUNER

SCOTT C. MILLER

Finance et littérature

Diderot et Le Neveu de Rameau :
éloge de la complexité

ALAIN-GÉRARD SLAMA

Articles divers

La Chine et le surendettement
de l'Afrique

PATRICK PLANE

D'un monde bipolaire à un renouveau
du multilatéralisme

JACQUES MAZIER

PASCAL PETIT